

类别
宏观市场月报

日期
2024年10月8日



宏观金融研究团队

研究员：何卓乔(宏观贵金属)
020-38909340
hezhuoqiao@ccb.ccbfutures.com
期货从业资格号：F3008762

研究员：黄雯昕(宏观国债)
021-60635739
huangwenxin@ccb.ccbfutures.com
期货从业资格号：F3051589

研究员：董彬(股指外汇)
021-60635731
dongbin@ccb.ccbfutures.com
期货从业资格号：F3054198

研究员：冯泽仁(宏观集运)
021-60635727
fengzeren@ccb.ccbfutures.com
期货从业资格号：F03134307



中国再推大规模一揽子刺激措施

近期研究报告

《宏观专题-20240930-非典型补库周期与大类资产波动》

《贵金属专题-20240820-金价大涨后的供需基本面变化》

《宏观专题-20240607-美国总统大选对地缘政治和宏观市场的影响》

《宏观专题-20240422-央行降息、实体补库与再通胀过程》

《贵金属专题-20240410-美联储博弈占优策略与黄金上涨空间测算》

《贵金属专题-20240325-伦敦黄金突破五重顶，上涨空间彻底打开》

观点摘要

- 2024年中国经济呈现外需强内需弱格局，全球经济增长动能边际回升改善中国的外部需求，而房地产市场持续疲软拖累中国的内部需求，房价股市走弱则进一步抑制居民部门的消费意愿。因应金融市场动荡与经济势头偏弱，中国央行在一季度与7月份分别实施全面降息降准等全域性宽松措施；因应房地产市场疲软，决策层在5月份推出包括降首付降首付去库存等措施的房地产市场一揽子刺激政策；因应中美博弈百年变局，7月份三中全会通过《关于进一步全面深化改革、推进中国式现代化的决定》。但在国内房地产市场动荡和国际地缘政治风险等因素的影响下，中国偏弱经济增长势头并没有明显改善，而悲观预期也将资产价格推到极端水平，9月中旬10年期国债利率一度创2.04%的历史记录而上证指数也再次跌破2700关口。9月中旬美联储降息为中国加大经济刺激力度提供了时间窗口，9月下旬中国推出包括货币宽松、降低存量房贷利率以及支持房地产和股市在内的大规模一揽子刺激措施，政治局会议提出要加大财政货币政策逆周期调节力度，努力完成全年经济社会发展目标任务；受其影响中国股市爆发式反弹而国债利率也有所上行，9月底上证指数收报3336点而10年期国债利率回升到2.17%，大宗商品市场与股票市场类似走出“上涨-调整-再反弹”的走势，截至9月底年内万得商品指数上涨10.2%。
- 9月中旬美联储以50BP幅度开启本轮降息周期，并预计到2026年底共降息250BP，至此欧美经济体全部进入本轮降息进程；而9月下旬中国决策层也推出包括货币宽松、财政扩张、支持房地产、刺激股市以及降低存量房贷利率在内的一揽子大规模经济刺激措施。这意味着本轮补库周期的非典型性将有所缓解，全球制造业景气度重新回升，股市和工业商品价格走强而债券利率企稳走高。但美国货币宽松与中国财政扩张的中长期抑制因素并未消失，而且本轮补库周期在较高库存压力水平上展开也是不争的事实；因此本轮补库周期与大类资产波动的非典型性虽然有所缓解，但无法完全回归典型补库周期的大类资产波动规律。总体上看我们判断本轮大宗商品与国债利率的上行都是有限度的，中国10年期国债利率或无法回到年初2.5%以上水平，万得商品指数上涨空间以2021年高点为限，中国A股反弹后或将继续偏弱运行，但市场情绪可能在短期内将股指推高至非常不合理的水平。10月份建议超配价值股和原油，标配利率债、成长股和黄金，低配货币和信用债。

目录

一、2024年1-9月份宏观市场回顾	- 4 -
二、宏观环境评述	- 5 -
2.1 中国经济增长动能偏弱	- 5 -
2.2 美国就业通胀略显韧性	- 7 -
2.3 美联储以50BP幅度开启本轮降息进程	- 10 -
2.4 中国实施新一轮大规模刺激措施	- 12 -
三、资产市场分析	- 14 -
四、中期资产配置	- 17 -

一、2024年1-9月份宏观市场回顾

2024年中国经济呈现外需强内需弱格局，全球经济增长动能边际回升改善中国的外部需求，而房地产市场持续疲软拖累中国的内部需求，房价股市走弱则进一步抑制居民部门的消费意愿。因应金融市场动荡与经济势头偏弱，中国央行在一季度与7月份分别实施全面降息降准等全域性宽松措施；因应房地产市场疲软，决策层在5月份推出包括降首付降首付去库存等措施的房地产市场一揽子刺激政策；因应中美博弈百年变局，7月份三中全会通过《关于进一步全面深化改革、推进中国式现代化的决定》。但在国内房地产市场动荡和国际地缘政治风险等因素的影响下，中国偏弱经济增长势头并没有明显改善，而悲观预期也将资产价格推到极端水平，9月中旬10年期国债利率一度创2.04%的历史记录而上证指数也再次跌破2700关口。9月中旬美联储降息为中国加大经济刺激力度提供了时间窗口，9月下旬中国推出包括货币宽松、降低存量房贷利率以及支持房地产和股市在内的大规模一揽子刺激措施，政治局会议提出要加大财政货币政策逆周期调节力度，努力完成全年经济社会发展目标任务；受其影响中国股市爆发式反弹而国债利率也有所上行，9月底上证指数收报3336点而10年期国债利率回升到2.17%，大宗商品市场与股票市场类似走出“上涨-调整-再反弹”的走势，截至9月底年内万得商品指数上涨10.2%。

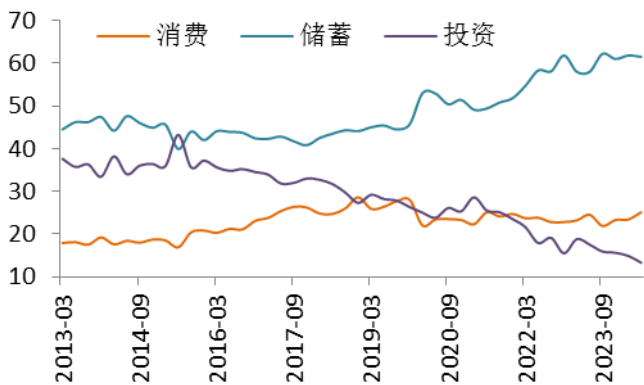
美国政府财政刺激力度不减与美联储实施非标准性降息，加上人工智能技术革命和地缘政治机遇等因素，共同增强美国经济就业与通胀韧性，倒逼美联储延后首次降息时点并收缩降息幅度预期。而这也使得美联储紧缩货币政策的限制性得以进一步累积，5月份以来美国经济就业通胀韧性再次减弱，8月初日本央行持续加息以及美国经济衰退担忧使得美日套息交易策略解除并引发全球金融市场剧震，这为美联储9月份降息提供了必要条件。8月底美联储主席鲍威尔在Jackson Hole央行年会上明确表示已经达到改变政策的时刻，9月18日美联储以50BP的非常规幅度开启本轮降息进程；至此欧美发达经济体大都开启本轮降息进程，但欧美央行还在继续缩表且日本央行边加息边放缓QE步伐。地缘政治方面，乌克兰在欧美武器支援下反攻入俄罗斯国土，以色列采取极端恐怖主义手段清除加沙地带哈马斯和黎巴嫩真主党威胁，台湾地区赖清德务实推进台独进程，中菲在南中国海岛屿归属权上纠缠，9月下旬中国在时隔44年后再次试验洲际弹道导弹。7月21日拜登决定退选并由哈里斯替代参选后，美国总统大选形势出现戏剧性变化，9月10日美国总统大选辩论小幅偏向于哈里斯；目前特朗普与哈里斯势均力敌，特朗普摇摆州微弱领先但哈里斯普选领先；若最终各州投票结果与目前民调数据相符，则特朗普有望以281选举人票重返白宫。

二、宏观环境评述

2.1 中国经济增长动能偏弱

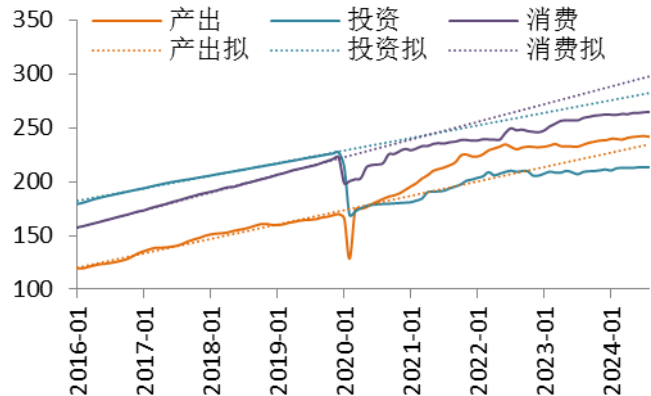
虽然近年来居民消费倾向在中等水平区间运行而没有显著恶化，但由于疫情后居民消费更偏向于能提供更多情绪价值的服务消费(服务业 PMI 持续高于制造业 PMI)，因此制造业产品消费相对偏弱。2024 年前 8 个月中国社会消费品零售总额累积同比增长 3.4%，其中通讯器材、体育娱乐和食品餐饮等增速较高，而办公用品、金银首饰、汽车和建筑装潢等拖累整体消费。在投资方面，虽然海外制造业补库需求以及国内产业升级换代推动制造业投资，2024 年前 8 个月制造业投资累积同比增长 9.1%，显著高于 2023 年的 6.5%；且基础设施建设投资也在一定程度上起到支撑作用，但销售疲软与库存高企使得房地产投资继续偏弱，2024 年前 8 个月房地产投资累积同比萎缩 9.8%，这使得 2024 年 1-8 月份城镇投资仅累积同比增长 3.4%，增速自 4 月份以来持续滑落且接近 2023 年的 3%。

图1：居民支出倾向



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

图2：疲软内需拖累产出

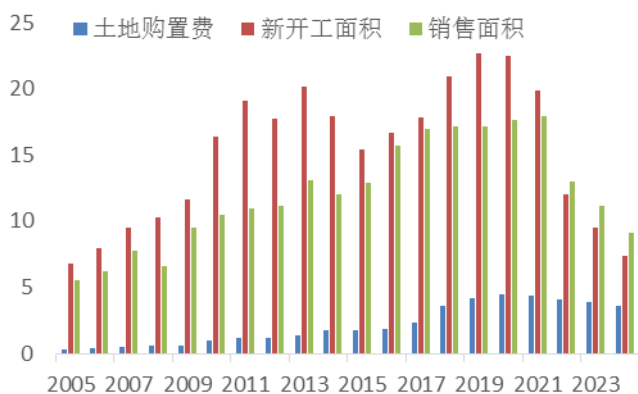


数据来源：Wind，建信期货研究发展部

总体上看，尽管外需有所改善，2024 年前 8 个月出口累积同比增长 4.6%，显著好于 2023 年的同比萎缩 4.7%，但内需疲软带来严重通缩风险并反馈到生产端。2023 年二季度至 2024 年二季度，中国 GDP 平减系数连续五个季度录得同比萎缩，最大萎缩程度达到 1.43%，无论萎缩持续时间与最大萎缩程度均超过 2008 年金融危机和 2020 年新冠疫情影响，且接近 1997 年亚洲金融风暴影响后的 1998-1999 年(持续 7 个季度，最大萎缩 1.62%)。以 2016/19 年线性趋势外推为基准，中国投资与消费均经历了一次性萎缩，且 2022 年下半年以来萎缩程度继续扩大，2024 年 8 月份投资与消费相对于线性趋势基准分别萎缩 24.5%和 11.3%。虽然中国工业产出由于疫情后的替代出口需求而一度扩张，但 2022 年下半年以来工业产出较线性趋势基准的出超程度也在持续减少，2024 年 8 月份工业产出较线性趋势基准出超 2.7%，而 2022 年 6 月份出超程度一度高达 13.8%。

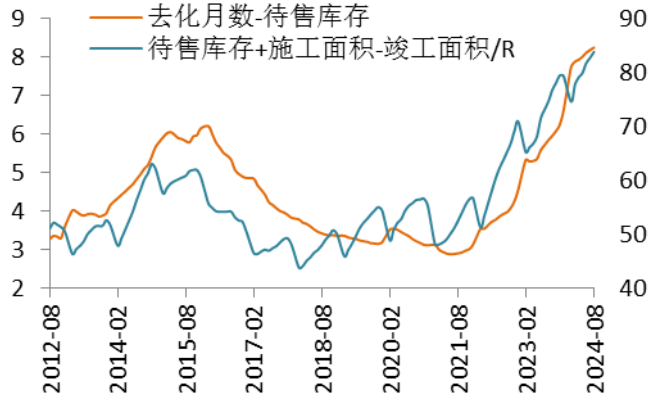
中国内需疲软一方面来自房地产进入下行周期带来的直接与间接冲击，另一方面来自于百年变局背景下地缘政治风险上升带来的避险需求。由于人口结构转变、地缘政治风险、新冠疫情对人们投资消费观念的影响以及房地产周期的内在演化规律等因素，2022年下半年中国房地产市场转入下行周期。尽管2022年下半年至今中国决策层陆续调整房地产相关政策，但迄今为止房地产市场特别是新房市场仍是持续偏弱运行。2024年前8个月商品房销售面积累积同比萎缩18%，以此推算2024年商品房销售将从2021年峰值17.94亿平方米下降到9.16亿平方米，这将是2009年以来的最低水平；2024年前8个月新开工面积累计同比萎缩22.5%，以此推算2024年新开工面积将从2019年峰值22.72亿平方米下降到7.39亿平方米，这将是2006年以来的最低水平，总体上看房地产供需两端均将下降到十多年以来的最低水平。

图3：中国房地产转入下行周期



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

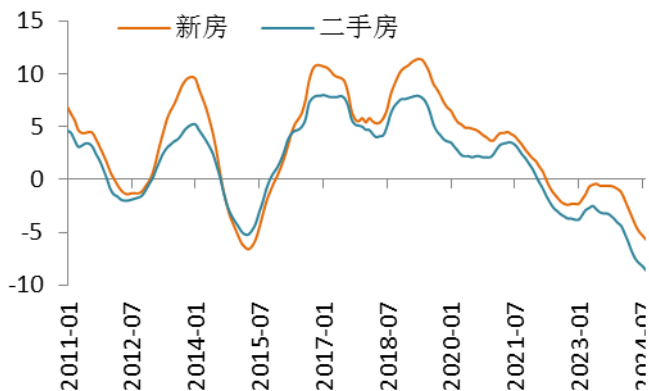
图4：中国房地产库存去化月数



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

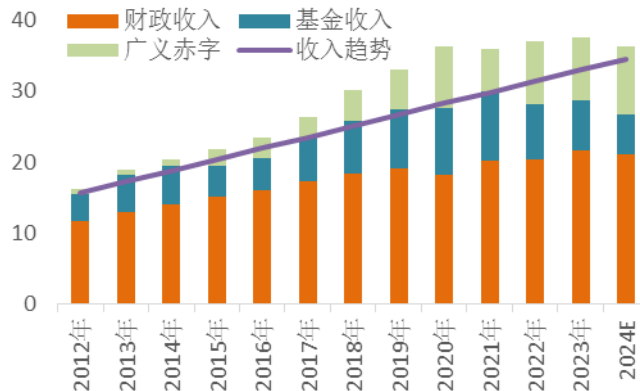
在房地产销售快速走弱的同时，房地产供应下滑速度因投资惯性以及保交楼政策而慢于销售，因此持续推高房地产库存压力。2024年2月份商品房待售面积上升到7.6亿平方米后小幅去化，虽然8月份待售面积7.38亿平方米已经低于2016年2月份的阶段性峰值7.39亿平方米，但由于房地产销售萎缩速度更快，8月份以近十二个月滚动销售计算的待售面积去化月数上升到8.25个月，显著高于2016年2月份的6.21个月；广义房地产库存(待售面积+施工面积-竣工面积)去化月数则上升到83.83个月，远高于2024年11月份的阶段性峰值63.04个月。销售疲软与库存高企自然打压房地产价格，七十个大中城市房价新房与二手房价格自2021年下半年双双回落以来，迄今已经分别回到2019年7月份和2017年9月份的水平；2024年8月份七十城新房同比下跌5.7%环比下跌0.7%，新房房价环比上涨的只有上海和南京；七十城二手房同比下跌8.6%环比下跌0.9%，二手房房价环比上涨的只有吉林。

图5：中国房价同比增速



数据来源：Wind, 建信期货研究发展部

图6：中国广义财政收支



数据来源：Wind, 建信期货研究发展部

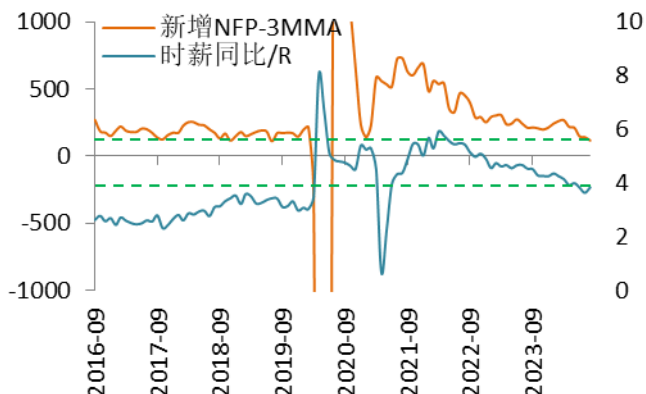
2012年至2021年房企土地购置费从1.21万亿元增长到4.35万亿元，支持政府性基金收入从3.75万亿元增长到9.8万亿元，广义财政收入年均增速则达到7.66%；加上2018年之后广义财政赤字的显著扩大，就使得2012年至2021年广义财政支出年均增速达到9.29%，高于此时段内的名义GDP年均增速8.79%。但2022年房地产市场进入下行周期，一方面卖地收入显著减少拖累政府性基金收入，2024年政府性基金收入或减少至5.58万亿元(按前8个月累积增速推算)；另一方面经济疲软通缩压力也导致公共财政收入减收，2024年公共财政收入或较2023年减少0.57万亿元。这样2024年广义财政收入将减少至26.69万亿元，较2012年至2021年线性趋势外推值减少了7.88万亿元；财政减收导致即使2024年广义财政赤字扩大到9.71万亿元的历史记录，2024年广义财政支出仍将较2023年减少1.11万亿元。

2.2 美国就业通胀略显韧性

美国8月份新增非农就业14.2万，低于市场主流预期的16万；与此同时7月份新增非农就业从11.4万下修至8.9万，6月份新增非农就业从17.9万下修至11.8万；这样2024年4月份至8月份美国月均新增非农就业12.1万，较2024年1月份至3月份的月均20.3万显著减少，相比较2019年上半年美国月均新增非农就业22.4万。就业扩张速度的放缓几乎出现在包括政府部门在内的所有行业，表征美国房地产市场和基础设施建设的建筑业月均新增就业从1-3月份的2.9万减少至4-8月份的1.46万，制造业就业月均萎缩程度从1-3月份的0.3万扩大到4-8月份的0.48万，专业服务业月均新增就业从1-3月份的2.37万减少至4-8月份的0.44万，政府部门月均新增就业从1-3月份的6.43万减少至4-8月份的1.4万。8月份雇员薪资同比增长3.83%，增速较7月份加快0.2个百分点，且略高于疫情前阶段性峰值3.59%；近六个月环比折年率则从3.25%回升到3.76%，表

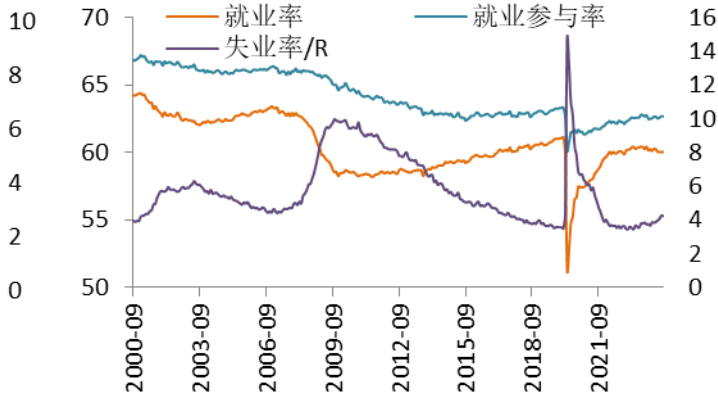
现出对前四个月快速回落的短期修正。

图7：新增非农与薪资增速



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

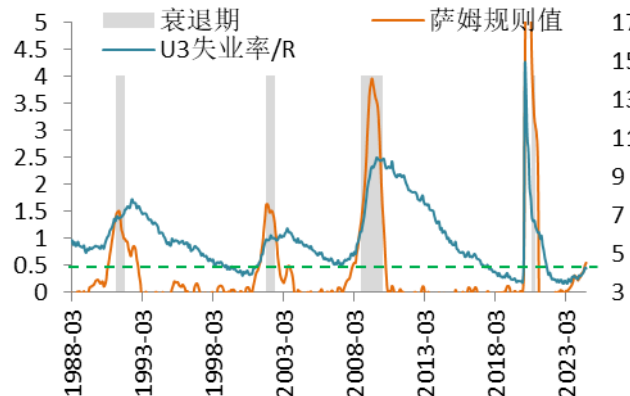
图8：就业参与率与失业率



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

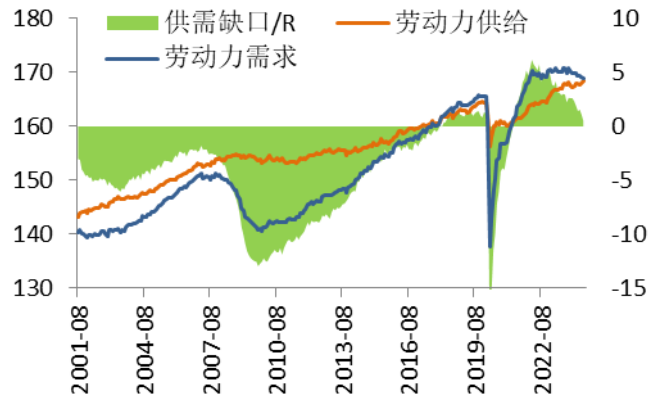
家庭就业方面，8月份美国就业参与率 62.69%，维持在前一个月附近，超额储蓄消耗殆尽后人们进入就业市场寻找工作的意愿依然强烈。8月份失业率 4.22%，较前一月小幅回落 0.03 个百分点(若取一位小数则从 4.3% 回落到 4.2%)，因劳动力总数小幅增长的同时失业人数有所减少；其中因飓风影响减退，8月份暂时性失业人数环比减少了 19 万，这与续请失业金人数从 7 月底的 187.1 万震荡回落到 183.8 万是基本相符的。即使失业率环比小幅回落，但萨姆法则观测值仍从 0.494 上升到 0.542(以一位小数失业率计算则从 0.53 上升到 0.57)，再加上非农就业扩张速度的放缓，市场对美国就业市场乃至整体经济的担忧并没有明显缓解；经验上看，萨姆法则观测值(失业率三个月移动平均的现值与过去十二个月最低值之差)超过 0.5 个百分点意味着美国经济已经或者很快进入衰退，萨姆法则对于二战后的美国就业市场都是成立的。

图9：失业率与萨姆法则



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

图10：美国劳动力供需缺口



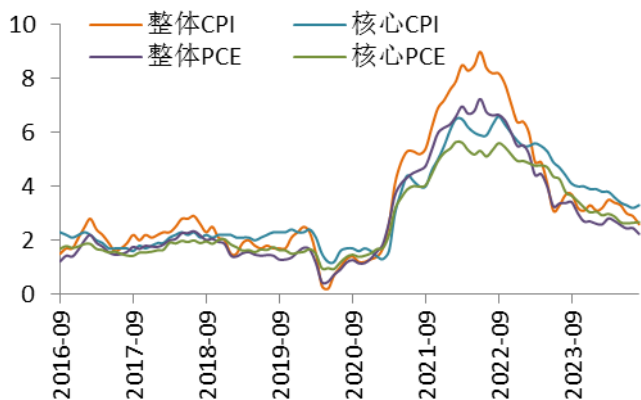
数据来源：Wind，建信期货研究发展部

7 月份美国职位空缺数环比减少 23.7 万至 767.3 万，以此计算 7 月份美国劳

动力供需缺口环比回落 59 万至 51 万，显著低于疫情前峰值 142 万；移民的增加以及超额储蓄消耗殆尽后人们工作意愿的提升，接力推动劳动力供应持续增长；而美联储紧缩货币政策的限制性，则使得劳动力需求持续减少并接近供应水平。过去一段时间，美国就业市场的再平衡表现为移民友好型政策影响下移民数量的增长和美联储紧缩货币政策影响下职位空缺数的减少，被动裁员率保持在较低水平，因此失业率的上升是相对缓慢的。而在贝弗里奇曲线已经下移到 2008-2020 年水平附近因此空缺率单边下跌空间有限之后，一方面移民的继续增长以及人们工作意愿的提升，使得劳动力供应可能加速；另一方面美联储紧缩货币政策限制性的累积，可能使得被动裁员率与失业率非线性上升，7 月份被动裁员率 1.11%，是自 2023 年 4 月份以来再次突破 1.1% 关口。

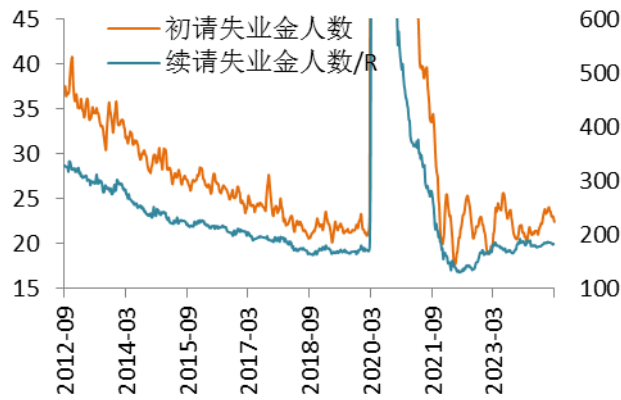
8 月份美国整体 CPI 同比增长 2.6%，增速较 7 月份回落 0.3 个百分点且为 2021 年 3 月份以来的最低值，核心 CPI 同比增速则较 7 月份环比回升 0.1 个百分点至 3.3%。8 月份美国核心 CPI 环比增长 0.28%，增速较 5-7 月份显著加速且接近 4 月份读数；其中住房成本环比增长 0.5%，增速为 2024 年 2 月份以来的最高值；核心服务 CPI 环比增长 0.1%，显示出夏季出游服务价格的增长；核心商品 CPI 环比萎缩 0.1%，反映疫情后国际供应链以及中国工业产出的恢复；能源 CPI 环比回落 0.8%，自 5 月份以来共萎缩 4.7%，显示出拜登政府释放汽油储备以及美国经济衰退担忧打压油价对缓解美国通胀压力的共同作用。初步判断美国核心通胀摆脱夏季的低速增长而重新展现韧性，与美国 8 月份雇员薪资环比增速回升相一致，但能源价格疲软或将继续拉低美国整体通胀。8 月份美国整体 PCE 通胀从 2.45% 回落到 2.24%，核心 PCE 通胀从 2.65% 微升至 2.68%，与 CPI 一道呈现出整体通胀缓解但核心通胀持稳的情况。

图11：失业率与萨姆法则



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

图12：美国周度失业人数



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

在周度失业方面，截至 9 月 21 日当周美国初请失业金人数 21.8 万，四周移

动均值为 22.475 万，较 8 月底读数减少 0.55 万；9 月 14 日当周美国续请失业金人数 183.4 万，较 8 月底减少 0.7 万。总体看美国就业市场正逐步摆脱飓风季带来的阶段性冲击，我们预计这将体现在美国 9 月份非农就业数据上面；但 9 月底国际码头工人协会 ILA 和美国海事联盟 USMX 之间的劳资谈判没有达成协议，美国东海岸 4.5 万名码头工人进入罢工，可能对 10 月份美国就业产生影响。ILA 控制着美东及墨西哥湾地区 36 个港口，而这些港口运营着美国近半数的船运量；工会要求成倍涨工资，而经营方仅同意上涨 50%。

2.3 美联储以 50BP 幅度开启本轮降息进程

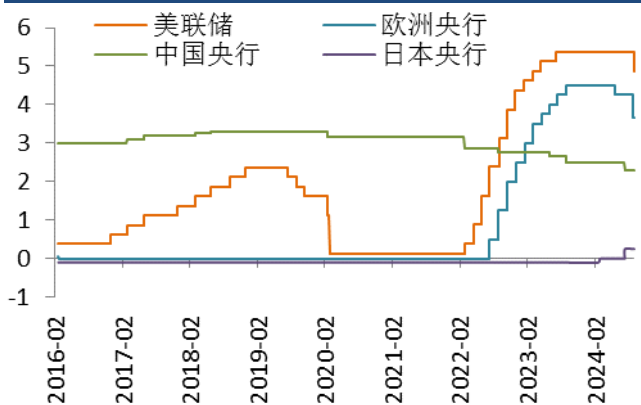
9 月 18 日美联储议息会议决定降息 50BP，联邦基金利率目标区间调整至 4.75-5%，在这之前美联储政策利率在 5.25-5.5% 区间内保持了 13 个月不变。美联储本次降息幅度略超市场预期（会议前市场预计美联储降息 50BP 的概率为 64%），大幅度降息后市场对美联储继续加快降息步伐有进一步的期盼；但美联储主席鲍威尔在新闻发布会上表示，美联储将继续坚持“数据决定行动”原则且继续推进缩表进程。在这种情况下隔夜市场走出过山车行情，美债 10 年期利率上升 5BP 至 3.7%（与此同时 2 年期利率上升 2BP 至 3.61%），美元指数先跌至 100.2 后反弹至 101 上方，伦敦黄金短暂突破 2600 美元/盎司后回调至 2550 美元/盎司附近，标普 500 指数盘中短暂创新高后回落收跌 0.3%。

美联储认为在实现就业和通胀目标方面的风险大致平衡，这比 7 月会议表述“持续趋向平衡”更为明确；并且美联储在会议声明中新增措辞“坚定承诺支持充分就业”，这可视为美联储为就业市场提供的看跌期权。在经济就业通胀展望材料中，美联储预计 2024 年底美国失业率将上升到 4.4%，较 7 月预估提高了 0.4 个百分点；2025 年底与 2026 年底失业率预估也分别提高了 0.2 个百分点至 4.4% 和 4.3%，这意味着美联储认为本轮失业率上升将在 4.4% 附近筑顶。美联储对整体经济增长预估与 7 月会议基本一致，只是 2024 年 GDP 增速预估从 2.1% 微调至 2%，2025 年至 2026 年 GDP 增速预估则均维持在 2%。

美联储对通胀的表述较 7 月会议更为乐观，美联储认为通胀正朝着美联储 2% 目标持续推进，虽然仍略高于目标，这表明美联储对于通胀反复的担忧进一步缓解，对通胀可持续接近 2% 目标的信心有所增强。在 7 月会议时，由于美国通胀在经历年初四个月的偏高通胀之后才收获两个月的偏低通胀，美联储对于下半年通胀再次升温的担忧并未完全消除，这也是美联储 7 月会议决定不降息的两个重要考量之一。但到 9 月会议时，美联储已经看到连续四个月的偏低通胀数据，虽然住房通胀仍然较为顽固使得 8 月份核心 CPI 稳定在 3.2%，但在原油价格大幅调整

的带动下，整体 CPI 增速已经回落到 2.6%，为 2021 年 3 月份以来的最低读数。在会议声明中，美联储也删除了“在对通胀持续向 2% 迈进更有信心以前，不适合降低目标范围”的表述。在经济就业通胀展望材料中，美联储预计 2024 年底美国 PCE 通胀将回落到 2.3% (7 月读数为 2.5%)，较 7 月会议预估下调了 0.3 个百分点；预计核心 PCE 通胀将回落到 2.6% (7 月读数为 2.62%)，较 7 月会议预估下调了 0.2 个百分点。

图13：美欧中日央行政策利率



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

图14：美联储经济就业通胀材料Sep2024

Variable	Median ¹				
	2024	2025	2026	2027	Longer run
Change in real GDP	2.0	2.0	2.0	2.0	1.8
June projection	2.1	2.0	2.0		1.8
Unemployment rate	4.4	4.4	4.3	4.2	4.2
June projection	4.0	4.2	4.1		4.2
PCE inflation	2.3	2.1	2.0	2.0	2.0
June projection	2.6	2.3	2.0		2.0
Core PCE inflation ⁴	2.6	2.2	2.0	2.0	
June projection	2.8	2.3	2.0		
Memo: Projected appropriate policy path					
Federal funds rate	4.4	3.4	2.9	2.9	2.9
June projection	5.1	4.1	3.1		2.8

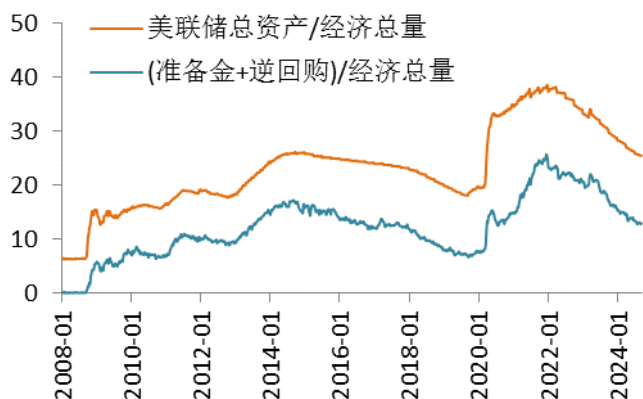
数据来源：Wind，建信期货研究发展部

在利率点阵图上，美联储决策官员对 2024 年底、2025 年底和 2026 年底联邦基金利率目标区间中值预估分别为 4.25-4.5%、3.25-3.5% 和 2.75-3%，在 9 月会议降息 50BP 的基础上，这意味着美联储预估 2024 年还有 50BP 降息空间，而 2025 年与 2026 年将分别降息 100BP 和 50BP。值得注意的是，2026 年底政策利率预估已经持平于长期均衡利率预估，这意味着美联储认为本轮降息进程将于 2026 年结束。展开看支持 2024 年内美联储继续降息 25BP、降息 50BP 和降息 75BP 的决策官员分别有 7 位、9 位和 1 位，另有两位决策官员主张美联储年内不应继续降息，我们相信鹰派理事鲍曼应该是其中一位。

在超预期降息刺激资产价格走强之后，鲍威尔在新闻发布会上的讲话令到资产价格承压回落。鲍威尔表示，目前通胀的上行风险减少而就业的下行风险增加，美联储认为实现就业和通胀目标的风险大致平衡，并关注双重使命中各方目标面临的风险；本次政策立场的重新校准将有助于保持保持经济和劳动力市场的强劲，并将继续推动通胀进一步下降。美联储将继续转向更中性的立场，但美联储没有预先设定的政策路线并将继续在每次会议上做出决定；在考虑对联邦基金利率目标区间进行额外调整时，美联储将仔细评估即将公布的数据、不断变化的前景和风险平衡。利率点阵图显示的是在经济状况按预期发展情况下的利率路径评估而非计划或决定，如果经济保持稳健且通胀持续存在，美联储可以更缓慢地放松政

策限制甚至暂停；如果劳动力市场意外走弱或者通胀下降速度快于预期，美联储也准备好做出回应。

图15：美联储资产规模指标



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

图16：市场对美联储政策利率预期



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

在问答环节，鲍威尔进一步解释道，美联储将逐次会议做出决策，不会受到市场对降息预期定价的影响，也不会考虑任何政治因素和议题，而是用对当时合适的速度或快或慢地采取行动；大幅降息不说明美国经济衰退临近，也不说明就业市场濒临崩溃的边缘，降息更多是一种预防性质的行动，目的是保持住经济和劳动力市场稳健的现状，目前任何迹象表明经济衰退的可能性增加；美联储并不认为已经落后于曲线，本次大幅降息并不意味着新的节奏，但可以把这次的大幅降息看做是美联储承诺不落后于曲线的标志；美联储缩表基本上是通过隔夜逆回购的收缩来完成，银行储备金依然充足，因此美联储在这次会议上并没有考虑停止缩表事宜。

美联储将9月会议大幅度降息界定为对7月份因通胀反复担忧而未能及时降息的追加补偿，按利率点阵图后续降息步伐大致为年内11月和12月分别降息25BP，2025年至2026年平均每季度降息25BP。作为预防性降息来说这样的节奏是没有问题的，但市场担忧美国经济和就业市场非线性恶化而期盼美联储加快降息步伐，联邦基金利率期货行情显示市场预计美联储年内继续降息75BP的概率为64.5%，预计美联储到2025年上半年共降息200BP的概率维持在75%附近，这要小幅快于美联储最新利率点阵图显示出来的政策利率路径。

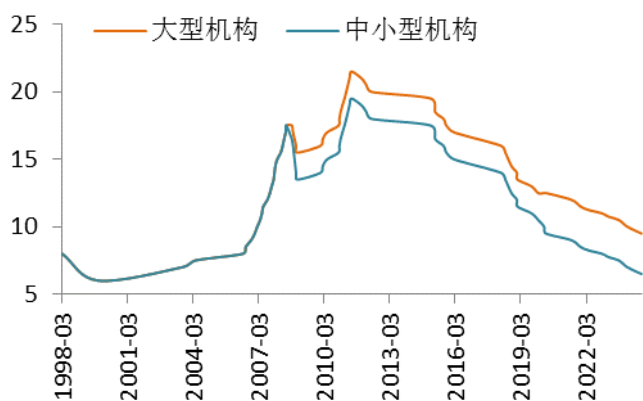
2.4 中国实施新一轮大规模刺激措施

中美博弈长期化以及人口结构老龄化都是中长期负面因素，无法依靠逆周期调节政策解决所有问题，这注定决策层要节约政策工具的使用，况且外部环境恶化也增强了内部凝聚力。但在推进改革措施提升中长期经济竞争力的同时，也要

注重稳定短期经济增长，防止形成“悲观预期-谨慎支出-经济疲软-悲观预期”的正反馈循环(节约悖论)，防止短期经济波动产生不利的结构性影响并损害长期经济增长能力。我们上面的分析说明，内需方面主要的问题是房地产下行周期对房地产业本身以及相关行业的生产经营、居民与地方政府部门的资产负债状况的直接或间接冲击，因此提振内需核心在于缓解房地产下行速度并以中央广义财政支持修复居民与地方政府资产负债表。由于经济数据表明 2024 年三季度中国经济增长势头继续偏弱甚至可能无法完成年度经济增长目标，在 8 月份全球市场剧震、9 月份美联储开启降息进程以及人民币贬值压力大幅减轻之后，中国于 9 月下旬迅猛推出一揽子大规模经济刺激措施，而股票债券市场也是给予充分反应。

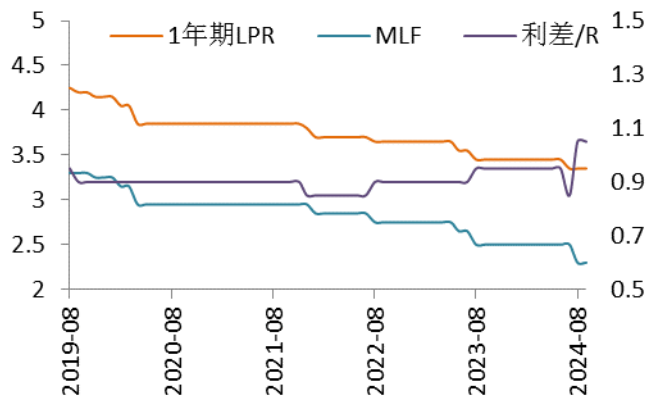
在货币政策方面，在 1 月份降准 50BP、2 月份非对称降息(5 年期以上 LPR 下调 25BP 而 1 年期 LPR 和 1 年期 MLF 利率均维持不变)以及 7 月份全面降息的基础上，9 月份中国央行降准 50BP 并调降 1 年期 MLF 利率 30BP，7 天逆回购利率下调 20BP 至 1.5%。此番调整后，金融机构加权法定存款准备金率下降至 6.6%，仅略高于 1999 年 11 月降准后水平(6%)；但相对于发达经济体普遍 1-2% 的法定存准率，中国法定存准率还有较大下调空间。虽然 9 月份 LPR 利率并没有调降，但由于 9 月下旬 7 天逆回购、1 年期 MLF 以及常备借贷便利利率均下调 20-30%，且 1 年期 LPR 与 MLF 利差上升到 135BP 的五年高点，我们预计 10 月份 LPR 大概率全面下调 30BP。而商业银行也将跟进推动新一轮存款利率下调。

图17：中国法定存款准备金率



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

图18：中国1年期LPR与MLF利率



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

在房地产方面的新增措施包括下调首付比例、下调存量房贷利率、支持收购存量房、延长原有支持政策到期时间以及进一步放松限购限制等。1、商业性个人住房贷款将不再区分首套、二套住房，最低首付款比例统一为不低于 15%。2、10 月 31 日前，所有存量房贷利率将调整为不低于同期限 LPR 减 30BP，但设置了新发放房贷利率政策下限的北上深三个城市的非首套存量房贷利率下调幅度有小幅

差别；政策还允许房贷贷款与全国新发放房贷利率偏离达到一定幅度时，借款人可与银行业金融机构协商，由银行业金融机构新发放房贷置换存量房贷。3、对于2024年5月份中国央行设立的3000亿元规模、利率为1.75%的保障性住房再贷款（支持地方国有企业以合理价格收购已建成未出售商品房，用作配售型或配租型保障性住房），对于金融机构发放的符合要求的贷款，中国央行向金融机构发放再贷款的比例将从贷款本金的60%提升到100%。4、对于2022年11月中国央行与银保监会联合发布的《关于做好当前金融支持房地产市场平稳健康发展工作的通知》（银发〔2022〕254号，即金融16条），其中中支持开发贷款、信托贷款等存量融资合理展期政策的适用期限延长至2026年12月31日。5、广州宣布全面取消限购措施，上海和深圳也部分放松了限购措施。

9月26日政治局提前召开会议，分析研究当前经济形势，部署下一步经济工作（政治局讨论经济议题的会议时间通常放在10月份）。会议指出当前经济运行出现一些新的情况和问题，要全面客观冷静看待当前经济形势，切实增强做好经济工作的责任感和紧迫感；有效落实存量政策，加力推出增量政策，进一步提高政策措施的针对性、有效性，努力完成全年经济社会发展目标任务。会议强调要加大财政货币政策逆周期调节力度，保证必要的财政支出；要发行使用好超长期特别国债和地方政府专项债，更好发挥政府投资带动作用；要促进房地产市场止跌回稳，对商品房建设要严控增量、优化存量、提高质量；抓紧完善土地、财税、金融等政策，推动构建房地产发展新模式；要努力提振资本市场，大力引导中长期资金入市，打通社保、保险、理财等资金入市堵点等。

三、资产市场分析

2024年美国国债利率先反弹再回落，10年期国债利率从2023年底的3.78%上升到4月下旬的4.7%然后再回落到9月中旬的3.63%；9月份美国经济通胀韧性重新显现，推动10年期国债利率小幅反弹至3.81%。1-4月份国债利率反弹是因为美国经济增长、就业市场与通货膨胀展现出较强韧性，市场对美联储降息预期持续减退；5月份至9月份国债利率回落是因为经济通胀数据边际走弱、美联储放缓缩表步伐、8月初全球金融市场剧震以及美联储开启降息进程。我们认为美国政府财政扩张力度不减、人工智能技术革命以及地缘政治机遇使得美国经济增长呈现出较强韧性，但美联储紧缩货币政策以及供给侧因素使得美国就业市场正常化以及通胀压力显著缓和，通胀缓和背景下的就业市场正常化意味着美联储货币政策也需要正常化；美联储货币政策正常化一方面推动短端利率下行，另一方面也缓解了抑制美国经济增长的政策因素，因此长端利率下行步伐将较为崎岖而下行幅度也有所限制，以2%经济增速+2%通胀增速推算美债十年期利率中期核

心区间在 3.5-4.5%。

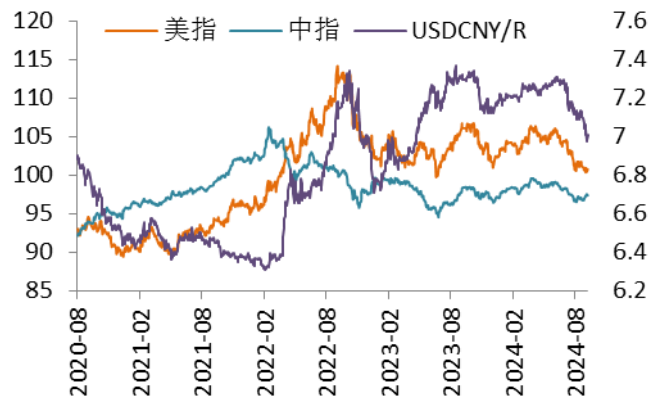
国际地缘政治风险、国内房地产市场疲软和中国股市偏弱运行提振中国国债的避险需求，市场持续憧憬中国央行加大货币宽松力度，中国央行 1 月份全面降准、2 月份不对称降息以及 7 月份全面压降社会融资利率则进一步强化市场预期，充裕流动性在疲软经济增长前景下催生资产荒逻辑并在 9 月中旬将 10 年期国债利率推低至 2.04% 的纪录低点；但 9 月下旬中国推出包括货币宽松、降低存量房贷利率、支持房地产和股市在内的大规模一揽子刺激措施，市场情绪从悲观转向亢奋、A 股大涨且中国 9 月份制造业 PMI 也企稳回升，避险需求的减退以及股债跷跷板将 10 年期国债利率推高至 2.17%。一方面，人口结构老龄化、房地产市场转入下行周期以及国际地缘政治风险等因素使得中国中期经济展望偏弱，在这种情况下中国国债利率缺乏大幅上行动能；另一方面，全球央行携手宽松推动全球制造业库存周期转折，这对全球制造业生产基地中国而言无疑也是利好的，这意味着短期内长端国债利率也没有大幅下行空间。由此我们预计 2024 年下半年 10 年期国债利率偏底部区间波动，核心波动区间为 2-2.5%。

图19：中美10年期国债利率



数据来源：Wind, 建信期货研究发展部

图20：美元和人民币汇率



数据来源：Wind, 建信期货研究发展部

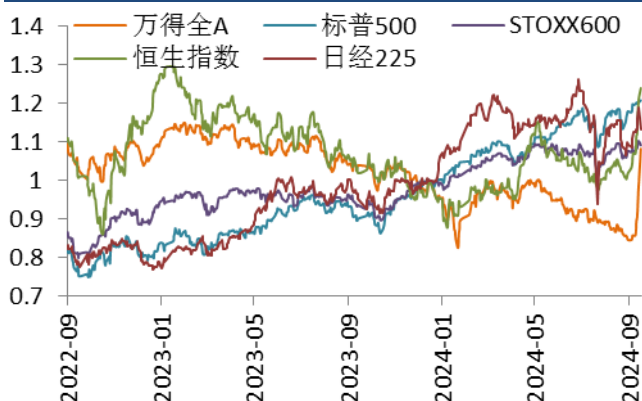
2023 年底至 2024 年 4 月份美元指数从 100.6 震荡反弹至 106.5 并接近 2023 年阶段性峰值 107.3，美国增长动能与通胀压力双双企稳回升使得美联储降息预期持续减退和美债利率震荡回升；5 月份至 9 月份美元指数偏弱回调到 100.2 附近，原因是美国就业通胀韧性减弱增强美联储降息预期，并与美联储放缓缩表步伐一道打压美债利率，9 月中旬美联储以 50BP 幅度开启本轮降息进程；由于 9 月份美国就业通胀韧性再次显现且中东战乱提振美元的避险需求，9 月下旬美元指数小幅反弹至 101 上方。中期看中期看美国对欧日英的相对经济韧性与利差因素利多美元，但美联储降息一方面削弱美元的利差支撑另一方面削弱美元的海外避险需求；我们预计美元指数将震荡下行，但下行空间或相对有限，核心波动区间

98-103。

人口结构老龄化对中国中期经济增长的抑制将持续存在，中外巨大利差和地缘政治风险影响下资金抽离中国的意愿继续存在，中线维度看人民币兑美元汇率还有贬值空间；但欧美央行携手宽松为中国加大政策刺激力度提供了时间窗口，9月下旬中国推出包括货币宽松、降低存量房贷利率、支持房地产和股市在内的大规模一揽子刺激措施，这有望在中短期内逆转中国经济疲软势头，且美元指数走弱和美债利率下行可能推动巨额未结汇贸易盈余集中结汇。我们判断 2024 年下半年至 2025 年人民币兑美元汇率将继续升值并大概率突破 7 关口，上方阻力在 6.7-7.8 一线。

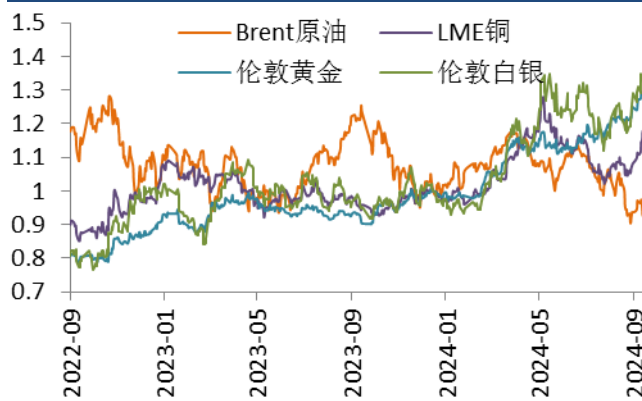
2024 年 1-8 月份美欧日股市偏强而陆港股市相对偏弱，日元汇率贬值和企业利润改善预期继续推动日本股市创新高，但日本央行加息和外汇市场干预打压日股市场风险偏好；美国政府财政扩张力度不改和人工智能技术革命使得美股震荡上行，欧洲央行降息利多欧股但经济羸弱拖累企业基本面，地缘政治风险和房地产市场疲软抑制陆港股市，国内股市大盘蓝筹股显著好于小盘成长股；9 月份美联储以 50BP 幅度开启本轮降息进程，中国推出包括货币宽松、降低存量房贷利率、支持房地产和股市在内的大规模一揽子刺激措施，政策暖意推动全球股市联袂上涨，截至 9 月底，年内标普 500、欧洲 STOXX600 和日经 225 指数分别上涨 20.8%、9.2%和 13.3%而恒生指数和万得全 A 指数分别上涨 24%和 8.3%，上证 50、沪深 300 和中证 500 指数分别上涨 18.5%、17.1%和 5.8%而中证 1000 指数下跌 3%。我们预计经济政策刺激以及企业基本面改善将继续利多股指，但资金与情绪或加大股市短期波动性。

图21：中美欧股票指数(2023年底为1)



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

图22：国际重点商品(2023年底为1)



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

2024 年大宗商品先涨后跌再反弹，截至 9 月底标普高盛商品指数与万得商品

指数分别上涨 5.2 和 10.2% (年内最高分别上涨 14.2% 和 16.5%)，国内贵金属、有色金属和油脂油料分别上涨 26.8%、13.5% 和 5.6% 而煤焦钢矿下跌 13.3%，国际商品中伦敦黄金、伦敦白银和 LME 铜分别上涨 27.7%、31% 和 15.2% 而 Brent 原油下跌 6.9%。年初全球央行降息预期和制造业库存周期转折提振大宗商品的流动性溢价与工业需求预期，年初至 5 月中旬大宗商品特别是工业商品显著上涨；但美国就业通胀韧性迫使美联储推迟降息时点，美联储紧缩货币政策限制性进一步累积并诱发美国经济衰退担忧，而中国房地产疲软拖累民间投资消费意愿，5 月下旬至 9 月上旬除黄金外的大宗商品普遍回调；而 9 月中旬美联储以 50BP 幅度开启本轮降息进程，9 月下旬中国推出包括货币宽松、降低存量房贷利率、支持房地产和股市在内的大规模一揽子刺激措施，抑制本轮制造业补库周期的两个因素得以缓解，大宗商品价格再次回升。我们判断 9 月中旬开始大宗商品开启二次上涨，本轮牛市中率先启动的黄金仍有上涨动能但上涨幅度或相对有限，表现最好的商品品种应该是与国际需求联系紧密且供求关系偏紧的工业金属，原油价格受政治因素影响而呈现出较为复杂的走势，农产品价格仍将取决于天气因素对供给的扰动。

四、中期资产配置

在美联储降息和中国加大经济刺激力度的基线预期下，2024 年中美两大经济体都进入主动补库阶段，因此大类资产应该呈现出股票和工业商品等风险资产走强而债券走弱的特征。截至到 2024 年 7 月份我们的确观察到中美库存增速企稳回升，但中美经济增长动能在一季度边际增强之后从二季度开始逐渐趋弱，经济衰退担忧下三季度中国股市二次探底而 8 月初美股也激烈调整，中国国债利率持续下行并创历史记录而美债也走出过山车行情，大宗商品价格先涨后跌、油价跌至 2023 年低点附近，经济与市场均表现出非典型特征。

本轮补库周期存在三个制约因素，正是这两个因素带来补库周期的非典型性并因此造成大类资产波动的非典型性。其一是美国政府积极财政扩张增强美国经济韧性，美联储被迫推迟降息时点因此美联储货币政策限制性持续累积；其二是中国房地产市场持续疲软，而中美博弈背景与人民币汇率贬值压力限制了中国经济刺激力度；其三是 2020 年至 2022 年上半年新冠疫情与地缘政治风险带来的跨国供应链断裂风险，使得制造业产业链过度补库；因此全球制造业是在一个相对较高的库存压力下重新开启新一轮补库周期。

9 月中旬美联储以 50BP 幅度开启本轮降息周期，并预计到 2026 年底共降息 250BP，至此欧美经济体全部进入本轮降息进程；而 9 月下旬中国决策层也推出包

括货币宽松、财政扩张、支持房地产、刺激股市以及降低存量房贷利率在内的一揽子大规模经济刺激措施。这意味着本轮补库周期的非典型性将有所缓解，全球制造业景气度重新回升，股市和工业商品价格走强而债券利率企稳走高。但美国货币宽松与中国财政扩张的中长期抑制因素并未消失，而且本轮补库周期在较高库存压力水平上展开也是不争的事实；因此本轮补库周期与大类资产波动的非典型性虽然有所缓解，但无法完全回归典型补库周期的大类资产波动规律。

表1：中期资产配置建议

大类	细分	配置建议	影响因素
货币	货币	低配	中国央行宽松货币政策稳增长，货币收益率偏低；
债券	利率债	标配	中国推出大规模一揽子刺激措施削弱国债的避险需求，但中国中期经济增长前景仍然偏弱；
	信用债	低配	信用利差处于较低水平，经济复苏不平衡，留意特定行业信用风险；
股票	价值股	超配	中国推出大规模一揽子刺激措施提振股市风险偏好并改善企业基本面，乐观情绪与增量资金或进一步推高股市；
	成长股	标配	地缘政治风险与股市结构性政策抑制成长股估值水平，但企业盈利状况有望好转；
商品	原油	超配	OPEC+增产消息打压油价，但中美经济刺激措施推动全球经济增长动能，回调后油价性价比上升；
	黄金	标配	美联储降息一方面增强黄金的抗通胀需求，另一方面削弱黄金的避险需求，我们预计本轮黄金行情已经进入尾段；
主要风险因素			中国经济刺激，美联储降息步伐，美国总统大选

数据来源：建信期货研究发展部

总体上看我们判断本轮大宗商品与国债利率的上行都是有限度的，中国10年期国债利率或无法回到年初2.5%以上水平，万得商品指数上涨空间以2021年高点为限，中国A股反弹后或将继续偏弱运行，但市场情绪可能在短期内将股指推高至非常不合理的水平。10月份建议超配价值股和原油，标配利率债、成长股和黄金，低配货币和信用债。

【建信期货研究发展部】

宏观金融研究团队 021-60635739 有色金属研究团队 021-60635734 黑色金属研究团队 021-60635736
 石油化工研究团队 021-60635738 农业产品研究团队 021-60635732 量化策略研究团队 021-60635726

免责声明：

本报告由建信期货有限责任公司（以下简称本公司）研究发展部撰写。

本研究报告仅供报告阅读者参考。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告版权归建信期货所有。未经建信期货书面授权，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在授权范围内使用，并注明出处为“建信期货研究发展部”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

【建信期货业务机构】

总部大宗商品业务部

地址：上海市浦东新区银城路 99 号（建行大厦）5 楼
 电话：021-60635548 邮编：200120

深圳分公司

地址：深圳市福田区鹏程一路 8 号深圳建行大厦 39 层 3913
 电话：0755-83382269 邮编：518026

山东分公司

地址：济南市历下区龙奥北路 168 号综合营业楼 1833-1837 室
 电话：0531-81752761 邮编：250014

广东分公司

地址：广州市天河区天河北路 233 号中信广场 3316 室
 电话：020-38909805 邮编：510620

北京营业部

地址：北京市宣武门西大街 28 号大成广场 7 门 501 室
 电话：010-83120360 邮编：100031

福清营业部

地址：福清市音西街福清万达广场 A1 号楼 21 层 2105、2106 室
 电话：0591-86006777/86005193 邮编：350300

郑州营业部

地址：郑州市未来大道 69 号未来大厦 2008A
 电话：0371-65613455 邮编：450008

宁波营业部

地址：浙江省宁波市鄞州区宝华街 255 号 0874、0876 室
 电话：0574-83062932 邮编：315000

总部金融机构业务部

地址：上海市浦东新区银城路 99 号（建行大厦）6 楼
 电话：021-60636327 邮编：200120

西北分公司

地址：西安市高新区高新路 42 号金融大厦建行 1801 室
 电话：029-88455275 邮编：710075

浙江分公司

地址：杭州市上城区五星路 188 号荣安大厦 602-1 室
 电话：0571-87777081 邮编：310000

上海浦电路营业部

地址：上海市浦电路 438 号 1306 室(电梯 16 层 F 单元)
 电话：021-62528592 邮编：200122

上海杨树浦路营业部

地址：上海市虹口杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 811 室
 电话：021-63097527 邮编：200082

泉州营业部

地址：泉州市丰泽区丰泽街 608 号建行大厦 14 层 CB 座
 电话：0595-24669988 邮编：362000

厦门营业部

地址：厦门市思明区鹭江道 98 号建行大厦 2908
 电话：0592-3248888 邮编：361000

成都营业部

地址：成都市青羊区提督街 88 号 28 层 2807 号、2808 号
 电话：028-86199726 邮编：610020

【建信期货联系方式】

地址：上海市浦东新区银城路 99 号（建行大厦）5 楼
 邮编：200120 全国客服电话：400-90-95533 转 5
 邮箱：khh@ccb.ccbfutures.com 网址：<http://www.ccbfutures.com>